



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪130号

河北建投能源投资股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“河北建投能源投资股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月十六日

河北建投能源投资股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	河北建投能源投资股份有限公司		
担保主体	河北建设投资集团有限责任公司		
发行规模	人民币 4.5 亿元		
存续期限	2011/8/29-2017/8/29		
上次评级时间	2013/5/7		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

建投能源	2011	2012	2013	2014.Q1 ¹
所有者权益(亿元)	40.68	42.29	51.81	85.65
总资产(亿元)	156.00	170.10	180.00	231.96
总债务(亿元)	102.45	115.74	96.78	115.48
营业总收入(亿元)	60.32	64.20	87.02	26.43
营业毛利率(%)	12.04	16.37	25.74	32.53
EBITDA(亿元)	9.23	11.48	25.63	11.39
所有者权益收益率(%)	0.40	4.03	20.72	29.51
资产负债率(%)	73.93	75.14	71.22	63.07
总债务/EBITDA(X)	11.10	10.08	3.78	2.54
EBITDA 利息倍数(X)	1.85	1.65	3.79	6.42

建投集团	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	306.10	371.84	433.28
总资产(亿元)	773.78	961.95	1094.61
总债务(亿元)	407.12	497.77	542.61
营业收入(亿元)	151.24	204.08	239.83
营业毛利率(%)	23.21	27.75	33.37
EBITDA(亿元)	44.50	53.54	82.15
净资产收益率(%)	2.70	3.66	7.98
资产负债率(%)	60.44	61.35	60.42
总债务/EBITDA(X)	9.15	9.30	6.61
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	2.01	2.79

注：1、所有者权益包含少数股东权益；

2、建投能源 2014 年 1 季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标均已经过年化处理。

基本观点

2013 年，河北建投能源投资股份有限公司（以下简称“建投能源”或“公司”）总体保持了良好的发展态势。2013 年，受益于沙河发电和任丘热电的投产，公司可控装机容量大幅增加，当年发电量亦随之上升，使得公司的整体盈利能力明显增强。此外，公司 2014 年 4 月完成了重大资产重组标的资产的交割过户，使得其电力资产规模进一步大幅上升，未来公司业务规模仍具有较大的发展空间。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到上网电价调整政策以及电源结构单一等因素对公司信用状况的影响。

中诚信证评维持“河北建投能源投资股份有限公司 2011 年公司债券（2014）”信用等级为 **AAA**，维持发行主体建投能源主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定。该级别考虑了河北建设投资集团有限责任公司（以下简称“建投集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 电力资产规模稳步增长，公司抗风险能力增强。截至 2013 年 12 月 31 日，公司权益装机容量为 374.55 万千瓦，同比增长 28.98%。同时，2014 年 4 月公司重大资产重组的顺利完成使得公司新增权益装机容量 180.3 万千瓦，公司电力资产规模实现稳步增长，有利于增强公司的整体抗风险能力。
- 债务结构明显优化。受在建项目减少及公司获利能力增强综合影响，2013 年公司偿还了较多短期债务，使得债务结构明显优化，年末长短期债务比为 0.27 倍，同比下降 0.27 倍。
- 盈利能力大幅提升。2013 年，受益于电煤价格持续低位运行，公司发电业务的获利空间明显上升，整体盈利能力增强。2013 年公司实现归

¹ 建投能源 2014 年 1 季度财务数据系因实施重大资产重组追溯调整后数据。

属于母公司的净利润 7.15 亿元，同比增长 618.05%，经营效益大幅提升。

- 经营性现金流对债务的保障能力增强。受益于采购成本下降，现金支出减少，公司 2013 年经营性净现金流同比大幅增长 101.43% 至 30.36 亿元，公司经营活动净现金流对债务的保障能力进一步增强。

分析师

付春香 cxfu@ccxr.com.cn

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 16 日

关注

- 上网电价调整政策。2013 年 9 月 25 日起有关省（自治区、直辖市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价有所下降，同时对于脱硝、除尘达标的企业予以一定电价上调，调价政策的出台将对发电企业的盈利能力造成影响。
- 电源结构相对单一。公司电力资产均为火电，在当前燃煤价格波动的情况下，单一的电源结构不利于公司分散业务风险。

重大事项

为不断扩大河北建投能源投资股份有限公司（以下简称“建投能源”或“公司”）资产规模，提升盈利能力，进一步解决控股股东河北建设投资集团有限责任公司（以下简称“建投集团”）与公司的同业竞争问题，2013年5月19日，公司启动重大资产重组工作，拟向建投集团发行股份购买其持有的宣化热电100%股权，沧东发电40%股权和三河发电15%股权，同时向特定对象非公开发行股票募集配套资金，配套融资总额不超过本次总交易金额的25%，且不超过9亿元。

在重大资产重组启动后，公司先后完成了对拟购资产的相关财务审计、资产评估、模拟盈利预测审核等工作。本次交易购买的资产，以2013年5月31日为评估基准日，并在持续经营前提下，采用资产基础法或收益法进行价值评估。评估基准日宣化热电账面净资产为4.56亿元，采用资产基础法评估，价值为5.30亿元；沧东发电账面净资产为28.57亿元，采用收益法评估，价值为57.04亿元；三河发电账面净资产为17.93亿元，采用资产基础法评估，价值为21.35亿元。预计合并后的建投能源2014年可实现营业总收入113.03亿元，实现营业利润9.52亿元，归属于母公司所有者的净利润8.55亿元。

本次重大资产重组方案于2013年11月1日在公司2013年第二次临时股东大会审议中获得批准；2014年1月24日获中国证监会并购重组委无条件审核通过；2014年2月20日取得中国证监会《关于核准河北建投能源投资股份有限公司向河北建设投资集团有限责任公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》核准，即同意公司以3.92元/股的发行价格向其控股股东建投集团发行有限售条件流通股701,495,667股；截至2014年4月10日，标的资产过户已完成。

本次交易完成后，公司总股本增至1,615,155,788股，其中建投集团的持股比例上升至74.55%，较交易完成前增加19.54个百分点，仍为公司的控股股东。本次重大资产重组将使公司的行业地位、资产规模、自有资本实力和收入规模均得

到一定程度的提升，对其后续经营发展将产生一定积极影响。

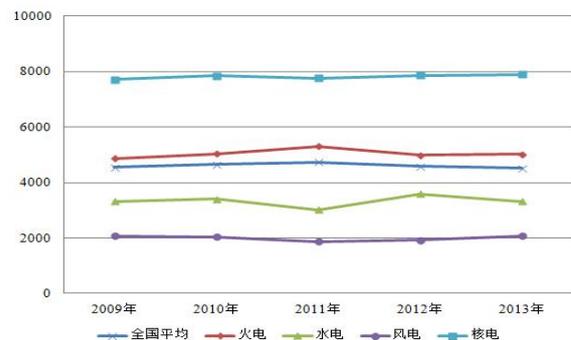
行业关注

2013年以来我国用电需求增速回升，火电设备利用小时数有所增加，而来水偏枯使得水电发电有所减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而带动了旺盛的电力需求。尽管2011年以来欧债危机频发、美国经济复苏缓慢，外围经济环境欠佳，加之我国固定资产投资增速放缓，2012年全国全社会用电量增速较上年回落6.2个百分点，但2013年受我国宏观经济运行稳中有升、全国大范围持续高温天气及上年同期基数较低等因素的影响，全年我国全社会用电量累计5.32万亿千瓦时，同比增长7.5%，增速较上年度提升2个百分点。

从发电机组利用小时数情况来看，2013年，全国发电设备累计平均利用小时4,511小时，同比下降68小时。其中，受来水偏枯的影响，水电设备平均利用小时为3,318小时，同比下降273小时（2012年增速较高，基数较大）；而火电设备平均利用小时为5,012小时，同比增长30小时。

图1：2009~2013年全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中电联，中诚信证评整理

近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整时期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，

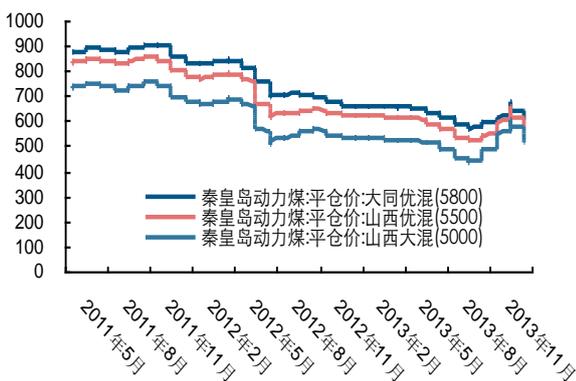
随着电源和产业结构调整完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡。

在煤炭价格回落及电价上调的带动下，火电企业盈利水平有所回升，而 2013 年 9 月国家发改委下调煤电机组上网电价对煤电企业盈利能力的影响值得关注

2011 年 4 季度以来，受国际煤价下跌、电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是 2012 年 5 月份以来，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，至 2012 年 12 月 31 日，秦皇岛动力煤（5,500 大卡）平仓价为 625 元/吨，每吨较 2011 年同期下降了 170 元，降幅达到 21.52%。进入 2013 年以来，煤炭价格继续下降但降势趋缓；2013 年 9 月起煤炭价格有所回升，但回升幅度有限，至 2013 年 12 月 31 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 615 元/吨；至 2014 年 1 月 15 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 580 元/吨。

图 2：2011 年 5 月以来动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：中国煤炭信息网，中诚信证评整理

2011 年 3 月 28 日，发改委发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但上述“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年 11 月，根据《国家发展改革委关于加强发电用煤价

格调控的通知》（发改电[2011]299 号），国家发改委对合同电煤实行临时价格干预。此次价格干预不仅限于合同煤，对市场煤价格涨幅也做了限制。2012 年 12 月，国家发改委分别下发了《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，规定自 2013 年起取消电煤重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同并协商确定价格；当电煤价格波动幅度超过 5% 时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由 30% 调整为 10%。目前电煤市场价格已经与大部分电力企业原签订的重点合同煤价格差幅不大，短期内电煤价格并轨政策出台对电力企业盈利影响不大。但长期看，煤电联动政策的出台将使火电企业能够有效转嫁电煤价格上涨带来的成本压力，火电企业的整体抗风险能力将得到有效增强。

同时为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，发改委于 2011 年两次上调电价。2011 年 5 月，发改委下发通知上调全国 15 个省（区、市）上网电价，15 个省平均上调上网电价约 2 分/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约 3 分钱。

2013 年 9 月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》要求从 9 月 25 日起降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；提高上海、江苏、浙江等省（区、市）天然气发电上网电价。根据《通知》的规定，全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外，其他均下调了煤电机组上网电价，降价幅度从 0.009 元/千瓦时~0.025 元/千瓦时不等，平均降幅为 0.014 元/千瓦时，其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大，为 0.025 元/千瓦时。在上述地区煤电上网电价下调的基础上，《通知》还规定，对脱硝达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高 0.01 元钱；对采用新技术进行除尘达标并经环保

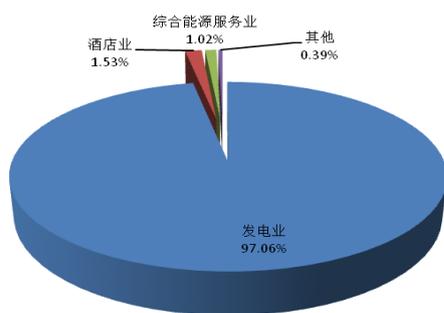
部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高 0.002 元钱。

总体来看，近年来煤炭价格高位回落使得火电企业煤炭成本压力减轻，加之电价上调政策效果显现，大部分火电企业盈利水平有所回升。而 2013 年 9 月份的电价调整政策对煤电企业的盈利能力可能会造成一定负面影响，根据煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一，但总体来看影响有限。同时，本次电价调整还将促使煤电企业加大脱硝除尘等环保措施的投入力度。此外，根据煤电联动政策，煤炭价格若继续低迷，煤电企业上网电价或将面临新一轮的下调，中诚信证评将对此予以关注。

业务运营

公司目前业务主要分为发电业务（包括电力和热电）、酒店业务和综合能源服务业务三大板块。2013 年，公司实现营业总收入 87.02 亿元，同比增长 35.54%，其中，发电、酒店、综合能源服务业务收入占比分别为 97.06%、1.53% 和 1.02%。其中发电业务系公司核心业务，是其收入、利润的重要来源。

图 3：2013 年公司营业总收入构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司电力资产规模大幅增加，发电量亦明显上升，加之电煤价格下降，该业务板块盈利能力增强

公司电力资产均为火电资产。2013 年，公司出售了长治热电（66 万千瓦）23.19% 的股权和榆次热电（66 万千瓦）13.91% 的股权，截至 2013 年 12 月 31 日，公司投入运营的控股发电企业为 5 家，参股 3 家。2013 年，沙河电厂 1#、2# 机组（120 万千瓦）以及任丘热电 1#、2# 机组（60 万

千瓦）实现投产，同时西电公司实现增容 3 万千瓦，公司当年净增加权益装机容量 84.15 万千瓦。截至 2013 年 12 月 31 日，公司权益装机容量为 374.55 万千瓦，同比增长 28.98%；可控装机容量 492 万千瓦，同比大幅增长 59.22%，占河北南网统调容量的 19.03%。

表 1：截至 2013 年 12 月 31 日公司已投产电厂

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
西电公司	60%	4*33	79.20
西二公司	51%	2*60	61.20
国泰公司	51%	2*30	30.60
沙河公司	80%	2*60	96.00
任丘公司	60%	2*30	36.00
衡丰公司	35%	2*33	23.10
恒兴公司	35%	1*30+1*33	22.05
邯峰公司	20%	2*66	26.40
合计	-	753	374.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年，河北南部电网全社会用电量 1,705.22 亿千瓦时，同比增长 5.19%，增速较上年回升 1.13 个百分点，受益于此，公司当年控股发电企业累计完成发电量 241.45 亿千瓦时，上网电量为 225.82 亿千瓦时，同比分别大幅增长 36.41% 和 36.13%。同时，公司 2013 年发电业务市场占有率²同比提高 3.87 个百分点，至 18.53%。此外，尽管由于公司控股装机容量增幅相对较大，使得控股发电企业设备平均利用小时数同比下降 333 小时至 5,480 小时，但仍比全国平均数高 468 小时。

公司已投产发电机组单机容量均在 30 万及 30 万千瓦以上，加之 2013 年公司西电公司 2 台机组、西二公司 1 台机组完成脱销改造，使得公司控股火电企业主要运营指标有所优化。2013 年末公司已完成脱销改造机组占比为 58.00%；同期，受新投产机组供电煤耗偏高影响，公司平均供电煤耗微涨 0.65%，至 328.21 克/千瓦时，但若扣除新投产机组因素，公司平均供电煤耗完成 323.54 克/千瓦时，较去年同期降低 2.56 克/千瓦时。

² 发电业务市场占有率为公司控股发电公司发电量与河北南网统调火电机组发电量的比率。

表 2：2012~2013 年公司控股火电企业主要业务指标

项目	年份	2012	2013
发电量(亿千瓦时)		177.00	241.45
上网电量(亿千瓦时)		165.88	225.82
设备平均利用小时数(小时)		5,813	5,480
平均供电煤耗(克/千瓦时)		326.10	328.21
平均上网电价(元/千瓦时)(不含税)		0.364	0.364
已完成脱销改造机组占比(%)		0.00	58.00
燃料占火电发电成本的比例(%)		81.93	77.19

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年受益于电煤价格回落，公司发电企业运营成本有所下降，全年公司控股发电企业耗用标煤平均单价为 633 元/吨（不含税），同比减少 129 元/吨；燃料占发电成本比例为 77.19%，同比下降 4.74 个百分点。电价方面，尽管 2013 年 9 月，公司收到发改委关于调整发电企业上网电价的通知，公司控股发电公司上网电价自 2013 年 9 月 25 日起降低 1.04 分/千瓦时（含税），但 2013 年调整后电价实施时间相对较短，此外，公司部分机组实行环保电价，亦在一定程度上对冲了电价下调影响，故上述电价调整对公司全年的平均上网电价无明显影响，仍为 0.364 元/千瓦时（不含税）。

受益于公司下属发电企业上网电量大幅增加，2013 年公司发电业务实现收入 84.46 亿元，同比增长 35.87%；同时，在电煤价格回落利好下，公司发电业务毛利率从 2012 年的 15.05% 提高至 2013 年 24.95%，经营效益大幅提升。

公司综合能源服务业务板块业务稳定发展，但收入占比仍较小

公司综合能源服务业务由其控股子公司河北建投国融能源服务股份有限公司（以下简称“国融公司”）负责运营，目前主要涉及工业节能、新型热源开发利用、分布式能源等三大领域。

工业节能方面，公司 2013 年通过国泰公司热泵、秦热发电通流和烟气利用、变频改造、照明改造等项目不断优化技术方案，已形成了一定的技术积累，为公司未来该类业务市场的开拓奠定了基础；新型热源开发利用方面，2013 年，国融公司通过实施工业余热热源改造、增加供热设备等方式保证热源，稳定供热，当年余热供热项目

接入面积达 470 万平方米；此外，2013 年，国融公司投资设立了河北建投盛乾再生能源开发有限公司（以下简称“盛乾公司”），盛乾公司主要从事新能源技术研发、沼气生产技术研发等，其目前以滦县沼气项目为实验基地进行技术研发，该业务尚处于发展初期。

2013 年，公司综合能源服务业务实现收入 0.89 亿元，虽同比大幅增长 121.66%，但占比仍较小。不过，中诚信证评认为综合能源服务业务符合国家节能减排的产业政策，具备良好的发展前景。

尽管公司项目储备较少，但受益于重大资产重组的完成，公司未来业务规模仍具有一定的发展空间

截至 2013 年末，公司拟建项目仅有定州热网项目 1 个，预计 2014 年 6 月开工，2014 年 11 月 15 日前投产供热。该项目预计总投资为 6.22 亿元，投资总额相对较少，公司未来资本支出压力较小。

尽管公司储备项目较少，但随着 2014 年 4 月重大资产重组的顺利完成，公司取得了宣化热电 100% 股权、沧东发电 40% 股权和三河发电 15% 股权，其中宣化热电装机容量为 60 万千瓦（2*30 万千瓦）、沧东发电总装机容量为 252 万千瓦（2*60+2*66）、三河发电总装机容量为 130 万千瓦（2*35+2*30），且上述发电机组均已投产。故重大资产重组的完成为公司新增权益装机容量 180.3 万千瓦，未来公司业务规模将持续增长。

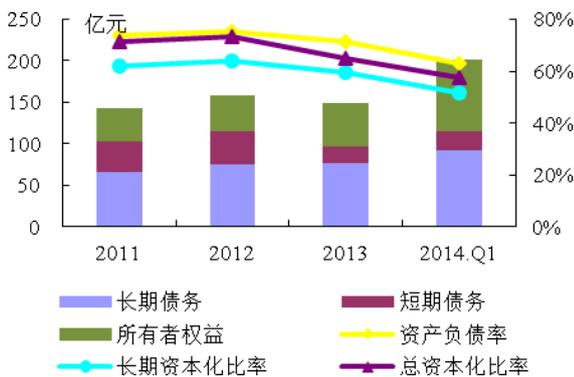
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中磊会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2011~2012 年度审计报告和经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度审计报告，以及未经审计的 2014 年一季度报告。其中 2011 年、2012 年财务数据分别为 2012 年、2013 年财务报告的期初数，2014 年一季度财务数据系因实施重大资产重组追溯调整后数据，所有数据均为合并口径。

资本结构

2013年,受益于沙河发电和任丘热电项目的建成投产,公司资产规模稳步增长。截至2013年12月31日,公司总资产为180.00亿元,同比增长5.82%。同期,随着在建项目的减少,公司资金需求有所下降,债务规模亦随之降低,年末公司总债务为96.78亿元,同比下降16.38%。净资产方面,截至2013年12月31日,公司所有者权益合计51.81亿元。2014年以来,由于公司向控股股东河北建设投资集团有限责任公司(以下简称“建投集团”)发行701,495,667股股份,购买其持有的宣化热电100%股权、沧东发电40%股权和三河发电15%股权,使得公司资产规模及净资产均较年初大幅增加,截至2014年3月31日,公司总资产、总债务和所有者权益分别为231.96亿元、115.48亿元和85.65亿元。

图4: 2011~2014.Q1公司资本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务指标来看,受益于自有资本实力的增强,公司负债水平有所下降,且在同行业中处于较低水平。截至2013年12月31日,公司资产负债率和总资本化比率分别为71.22%和65.13%,同比分别下降3.92和8.11个百分点。截至2014年3月31日,公司资产负债率和总资本化率分别进一步下降至63.07%和57.41%。

表3: 2013年12月31日主要电力上市公司负债水平

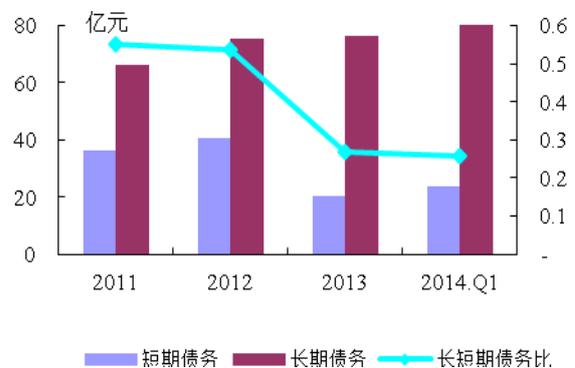
单位: 亿元; %

公司名称	总资产	资产负债率	总资本化比率
大唐发电	2,933.23	78.08	74.71
华能国际	2,602.75	71.55	65.53
皖能电力	218.30	54.30	44.38
吉电股份	182.86	76.47	73.98
建投能源	178.00	71.22	65.13
黔源电力	171.70	80.32	79.40

资料来源: 各上市公司财务报告, 中诚信证评整理

从债务结构来看,2013年,受益于偿还的到期短期借款金额较大,公司当年末短期债务同比大幅下降49.66%,债务结构得到优化,截至2013年12月31日,公司长短期债务比为0.27,同比下降0.27。截至2014年3月31日,公司长短期债务比进一步下降至0.26。总体来看,公司以长期债务为主的债务结构符合电力行业投资规模大、投资回报期长的特点。

图5: 2011~2014.Q1公司长短期债务结构

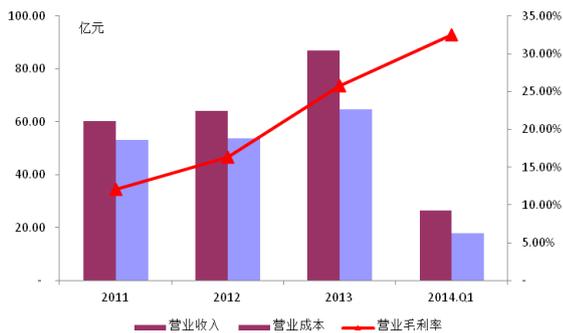


数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

盈利能力

2013年,随着沙河发电2台机组和任丘热电2台机组的投产,公司发电业务收入大幅增加,带动公司整体收入规模保持增长。2013年公司实现营业总收入87.02亿元,同比增长35.54%。

图 6: 2011~2014.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2013 年受益于电煤价格回落, 公司当年发电业务毛利率同比上升 9.90 个百分点, 至 24.95%; 酒店业务毛利水平较为稳定, 为 61.92%, 较 2012 年小幅增长 1.19 个百分点; 综合能源服务业务获利能力具有波动性, 2013 年该类业务毛利率为 30.22%, 同比下降 23.09 个百分点。2013 年公司综合毛利率为 25.74%, 同比增长 9.37 个百分点, 在同行业中处于中等水平。2014 年 1~3 月, 公司综合毛利率进一步提升至 32.53%。

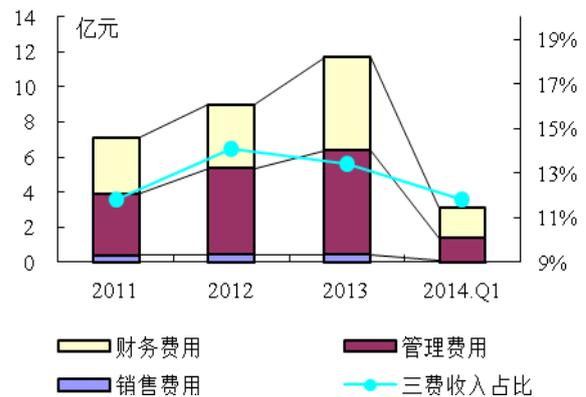
表 4: 2013 年 12 月 31 日主要电力上市公司毛利率水平

公司名称	毛利率 (%)	电源结构
大唐发电	28.11	火电为主
华能国际	23.14	火电为主
皖能电力	20.07	火电
吉电股份	17.27	火电为主
建投能源	25.74	火电
黔源电力	47.83	水电

资料来源: 各上市公司财务报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2013 年公司共计发生管理费用 5.93 亿元, 同比增长 20.82%, 主要由发电机组大修维护修理费等费用上升所致; 同期财务费用发生额为 5.29 亿元, 同比增长 44.90%, 这主要是受部分贷款停止利息资本化的影响。总体来看, 公司 2013 年共计发生期间费用 11.69 亿元, 同比增长 29.47%, 但受益于公司当年收入增幅相对较大, 三费收入占比较上年微降 0.63 个百分点, 为 13.44%。2014 年一季度, 公司共计发生期间费用 3.11 亿元, 占营业总收入的比例为 11.78%。

图 7: 2011~2014.Q1 公司三费情况分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

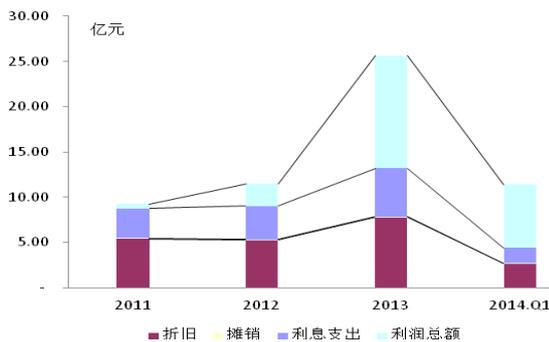
从利润构成来看, 公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2013 年, 公司盈利能力明显增强, 全年实现经营性业务利润 10.22 亿元, 同比大幅增长 834.36%; 此外, 公司投资参股电厂和河北银行以及转让长治热电股权等共取得投资收益 2.49 亿元, 同比增长 101.22%。总体来看, 受益于经营性业务利润和投资收益大幅增长, 公司 2013 年利润总额同比增长 409.20%, 至 12.46 亿元。2014 年 1 季度, 公司实现利润总额 6.98 亿元, 净利润 6.32 亿元。

综合来看, 2013 年受益于可控发电装机容量大幅增加及电煤价格下降, 公司经营效益大幅提升。2014 年以来, 公司重大资产重组已完成, 电力资产规模大幅增加, 未来收入规模及盈利能力将具有一定的提升空间。

偿债能力

2013 年, 随着公司主要在建项目的完工, 公司营运资金需求有所下降, 债务规模降低。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司总债务为 96.78 亿元, 其中短期债务 20.37 亿元, 长期债务 76.41 亿元。截至 2014 年 3 月 31 日, 公司总债务为 115.48 亿元, 其中短期债务 23.59 亿元, 长期债务 91.89 亿元。

图 8: 2011~2014.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告、公司提供, 中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2013 年随着盈利能力的大幅提升, 利润总额较上年增加较多; 同时, 随着固定资产规模的增加, 固定资产折旧亦较上年有所增加。2013 年公司 EBITDA 增至 25.63 亿元, EBITDA/营业总收入为 29.45%。2013 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 3.78 倍和 3.79 倍, EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平有所优化。2014 年一季度总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 2.54 倍和 6.42 倍。

表 5: 2011~2014.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
长期债务(亿元)	66.05	75.27	76.41	91.89
总债务(亿元)	102.45	115.74	96.78	115.48
资产负债率(%)	73.93	75.14	71.22	63.07
总资本化率(%)	71.58	73.24	65.13	57.41
EBITDA 利息倍数(X)	1.85	1.65	3.79	6.42
总债务/EBITDA(X)	11.10	10.08	3.78	2.54
经营净现金/总债务(X)	0.02	0.13	0.31	0.25
经营净现金/利息支出(X)	0.33	2.17	4.49	4.01

注: 2014.Q1 经营净现金/总债务、总债务/EBITDA 指标均经年化处理

数据来源: 公司定期报告、公司提供, 中诚信证评整理

现金流方面, 2013 年受益于沙河发电和任丘热电的投产, 公司收入大幅提高, 现金流入增长, 同时电煤价格下滑使得采购成本减少, 公司经营净现金流同比大幅增长 101.43% 至 30.36 亿元, 经营净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数分别增至 0.31 倍和 4.49 倍, 公司经营净现金流对债务的保障能力进一步增强。2014 年一季度, 公司经营净现金流对总债务和利息

支出的覆盖倍数分别为 0.25 倍和 4.01 倍。

或有负债方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额为 1.45 亿元, 均为对子公司的担保, 担保比率为 2.80%, 或有负债金额较小, 公司承担的或有风险可控。

备用流动性方面, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司共取得多家金融机构授信额度 201.37 亿元, 其中, 尚未使用额度为 109.98 亿元, 备用流动性充足。

总体来看, 公司 2013 年负债水平适中, 债务结构有所优化, 同时, 受益于沙河发电和任丘热电的投产以及煤炭价格持续低位运行, 整体盈利能力大幅提升, 偿债能力有所增强。此外, 公司 2014 年将完成重大资产重组, 未来收入规模和盈利能力均将保持一定的增长态势, 故我们认为公司仍具备很强的偿债能力。

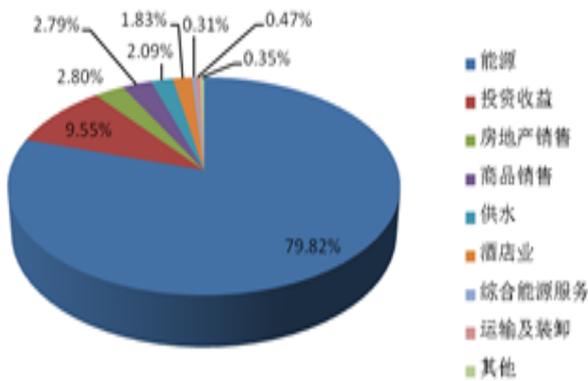
担保实力

本次债券由河北建设投资集团有限责任公司(以下简称“建投集团”或“集团”)提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

建投集团是经河北省人民政府批准设立的国有独资公司, 是由河北省国资委履行监管职责的国有资本运营机构和投资主体, 主要从事能源、交通等基础产业和河北省支柱产业的投资与建设。集团是河北省资产规模最大的国有投资公司, 旗下除控股河北建投能源投资股份有限公司、新天绿色能源股份有限公司(H 股上市公司)外, 亦参股华能国际电力股份有限公司和大唐国际发电股份有限公司等大型上市公司, 截至 2013 年 9 月末, 建投集团共拥有子公司 143 家。

业务方面, 建投集团的主导产业为能源, 主要包括火电、风电、垃圾发电、生物发电以及天然气等五个部分, 2013 年, 能源板块收入占当年主营业务收入的 79.82%, 其余收入则主要集中在参股企业的投资收益、房地产、商品销售以及供水业务等, 收入占比分别为 9.55%、2.80%、2.79% 和 2.09%。

图 9：2013 年建投集团主营业务收入构成



数据来源：集团 2013 年审计报告，中诚信证评整理

具体来看，截至 2013 年 9 月末，集团电力权益装机容量为 1,740.64 万千瓦，可控装机容量 846.33 万千瓦，其中集团在河北南网的可控装机容量为 640.53 万千瓦，占河北南网统调发购电装机容量的 24.78%；2013 年 1~9 月，集团控股电厂完成发电量 284.63 亿千瓦时，上网电量 265.23 亿千瓦时。天然气方面，集团拥有高压管线 3 条，业务覆盖 20 余个城市燃气市场，2013 年 1~9 月天然气销售气量为 10.48 亿立方米。交通方面，集团拥有相关参股企业 23 家、铁路 12 条、港口 9 个、高速公路 1 条和物流公司 1 个，其中铁路通车里程为 3,134.63 公里。水务方面，集团水务业务主要包括城市供水、污水处理和水务工程等，目前已形成自来水设立供应能力 119 万吨/天，2013 年 1~9 月实际供应量为 55.95 万吨/天。

从财务表现来看，随着能源业务板块在建项目的推进，集团资产规模增长较快，截至 2013 年 12 月 31 日，集团资产总额 1,094.61 亿元，同比增加 13.79%，负债总额 661.33 亿元，同比增加 12.07%；资产负债率为 60.42%，同比略有下降，负债规模尚属可控范围内。

债务结构方面，作为一家资本运营机构和投资主体，集团以长期债务为主，截至 2013 年 12 月 31 日，公司长短期债务比为 0.19。总体来看，建投集团资本结构较为稳健，以长期债务为主的债务结构符合其业务特点和发展需要。

盈利能力方面，建投集团基于多元化的业务运营，各类电力设备装机规模均有所提升，发电量持续增加，加之天然气的区域垄断地位，2013

年集团共完成营业收入 239.83 亿元，同比增长 17.52%，全年实现利润总额 38.92 亿元，同比增长 188.08%，整体盈利水平稳步提升。

偿债能力方面，2013 年集团付息债务规模增速放缓，整体偿债能力与上年相当。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务和财务性利息支出分别为 542.61 亿元和 226.78 亿元，分别较上年增长和 9.01% 和 4.73%。当年建投集团总债务/EBITDA 同比下降 2.39 至 6.91，EBITDA 利息保障倍数同比提高 0.65 至 2.66，EBITDA 表现情况良好，对利息支出的保障程度有所提高；但同期集团经营性净现金流/总债务和经营性净现金流利息保障倍数分别为 0.07 和 1.30，现金流情况较好。

或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，建投集团对外担保总额为 123.38 亿元，担保比率为 28.48%，其中多系对子公司的担保，仅 10.84 亿元系对外部单位担保，或有风险可控。

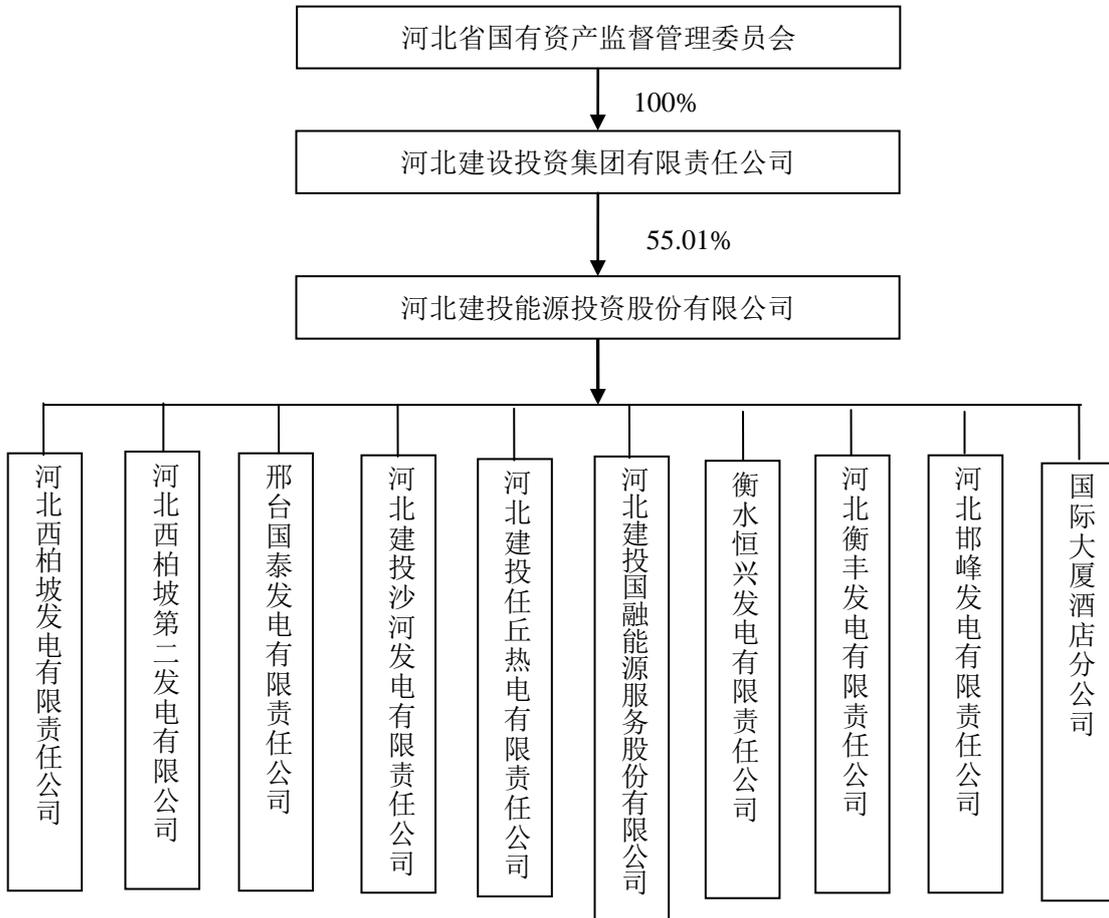
银行授信方面，截至 2013 年 12 月 31 日，建投集团共计获得银行授信额度 665.70 亿元，未使用 305.20 亿元，备用流动性较充裕。

综上所述，中诚信证评认为建投集团在 2013 年盈利能力增强，经营性净现金流表现情况较好，且作为河北省国资委下属企业，集团具有强大的股东背景和很强的综合竞争力，能够为本次债券的还本付息提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持发行主体建投能源主体信用等级为 **AA**，维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，评级展望稳定。

附一：河北建投能源投资股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：河北建投能源投资股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	100,227.70	105,664.28	96,265.80	793,380.82
应收账款净额	64,415.40	76,502.77	79,319.17	201,474.38
存货净额	29,760.53	30,707.18	38,744.20	618,944.32
流动资产	255,827.46	244,555.93	278,815.00	2,252,410.63
长期投资	151,100.98	159,658.63	159,560.90	3,099,693.93
固定资产合计	1,107,545.53	1,252,747.82	1,320,442.47	4,799,562.61
总资产	1,560,041.96	1,700,952.89	1,799,950.98	10,946,141.07
短期债务	363,921.68	404,668.14	203,699.45	851,234.00
长期债务	660,549.91	752,722.41	764,061.51	4,574,913.85
总债务(短期债务+长期债务)	1,024,471.59	1,157,390.56	967,760.96	5,426,147.85
总负债	1,153,279.06	1,278,086.78	1,281,859.06	6,613,305.82
所有者权益(含少数股东权益)	406,762.90	422,866.11	518,091.92	4,332,835.25
营业总收入	603,215.63	642,009.66	870,175.07	2,398,285.89
三费前利润	68,283.19	101,265.52	219,144.83	777,984.82
投资收益	6,984.40	12,385.86	24,922.36	36,390.47
净利润	1,627.68	17,038.60	107,333.89	345,668.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	92,283.52	114,824.81	256,265.05	821,512.17
经营活动产生现金净流量	16,457.24	150,721.80	303,592.84	382,020.31
投资活动产生现金净流量	-241,803.70	-202,337.79	-127,729.67	-976,591.51
筹资活动产生现金净流量	268,728.43	55,517.41	-183,726.50	589,929.10
现金及现金等价物净增加额	43,381.97	3,901.43	-7,863.33	-4,713.05
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	12.04	16.37	25.74	32.53
所有者权益收益率(%)	0.40	4.03	20.72	29.51
EBITDA/营业总收入(%)	15.30	17.89	29.45	43.08
速动比率(X)	0.47	0.41	0.49	0.59
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.13	0.31	0.25
经营活动净现金/短期债务(X)	0.05	0.37	1.49	1.21
经营活动净现金/利息支出(X)	0.33	2.17	4.49	4.01
EBITDA 利息倍数(X)	1.85	1.65	3.79	6.42
总债务/EBITDA(X)	11.10	10.08	3.78	2.54
资产负债率(%)	73.93	75.14	71.22	63.07
总债务/总资本(%)	71.58	73.24	65.13	57.41
长期资本化比率(%)	61.89	64.03	59.59	51.76

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：河北建设投资集团有限责任公司财务数据及主要指标

财务数据(单位:万元)	2011	2012	2013
货币资金	558,898.78	713,759.08	713,759.08
应收账款净额	140,280.80	220,629.91	220,629.91
存货净额	362,685.61	387,122.45	387,122.45
流动资产	1,394,022.90	1,784,255.70	2,252,410.63
长期投资	2,789,748.43	3,050,788.62	3,050,788.62
固定资产合计	2,668,378.43	4,082,547.96	4,082,547.96
总资产	7,737,767.34	9,619,469.34	10,946,141.07
短期债务	520,481.44	774,380.91	851,234.00
长期债务	3,550,726.46	4,203,366.88	4,574,913.85
总债务(短期债务+长期债务)	4,071,207.90	4,977,747.79	5,426,147.85
总负债	4,676,752.08	5,901,102.83	6,613,305.82
所有者权益(含少数股东权益)	3,061,015.27	3,718,366.51	4,332,835.25
营业总收入	1,512,378.07	2,040,802.48	2,398,285.89
三费前利润	334,833.59	545,871.15	777,984.82
投资收益	12,358.77	23,453.32	36,390.47
净利润	82,572.52	136,045.43	345,668.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	445,024.00	535,368.39	821,512.17
经营活动产生现金净流量	119,674.97	411,501.52	382,020.31
投资活动产生现金净流量	-935,194.01	-890,580.19	-976,591.51
筹资活动产生现金净流量	620,853.52	634,028.87	589,929.10
现金及现金等价物净增加额	-196,417.92	154,860.30	-4,713.05
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	23.21	27.75	33.37
所有者权益收益率(%)	2.70	3.66	7.98
EBITDA/营业总收入(%)	29.43	26.23	34.25
速动比率(X)	0.98	0.88	0.98
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.08	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.23	0.53	0.45
经营活动净现金/利息支出(X)	0.59	1.54	1.30
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	2.01	2.79
总债务/EBITDA(X)	9.15	9.30	6.61
资产负债率(%)	60.44	61.35	60.42
总债务/总资本(%)	57.08	57.24	55.60
长期资本化比率(%)	53.70	53.06	51.36

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。